



## تخفيض التوقعات

أعلنت شركة الشرق الأوسط لصناعة وإنتاج الورق - مبكو عن نتائج ضعيفة في الربع الرابع ٢٠١٨، حيث بلغ ربح السهم ٠,٢٥ ر.س. (أقل من الربح المماثل من العام السابق بمعدل ٥٠٪) أقل بشكل كبير من توقعاتنا بربح سهم بحدود ٠,٥٦ ر.س.، كانت التقلبات في سوق ألواح الكرتون أهم أحداث العام ٢٠١٨، حيث أنها تخضع لأسعار المنتجات النهائية والطلب وتكاليف المواد. نقدم في تقريرنا هذا تحديثاً لتوقعات العام ٢٠١٩ (انخفاض المبيعات وتقلص الهوامش) كما تم تخفيض السعر المستهدف من ٢٩ ر.س. إلى ٢٤ ر.س. عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠٢٠ بمقدار ١٠,٢ مرة. لا يوجد إضافات في التكاليف تقع ضمن سيطرة الشركة حيث يستمر التغير في السوق من أهم العوامل. النظرة الاقتصادية العالمية غير واضحة في العام ٢٠١٩، مما يحد من نطاق تحسين سعر المنتج. عموماً، نرى أن سهم الشركة يتم تداوله بأقل من قيمته العادلة حيث أن أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة لا تكون مرغوب بها بعد إدراج مؤشر السوق السعودي ضمن مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة.

### تراجع السعر بأقل من ١٠٪ يؤدي إلى انخفاض المبيعات

على الرغم من ارتفاع مبيعات السنة المالية ٢٠١٨ عن العام السابق بنسبة ٨٪ إلى ٨٣٤ مليون ر.س.، بدعم من تحسن الطلب على ألواح الكرتون (حجم المبيعات ٤٠٦ ألف طن)، كان هناك تفاوت ملحوظ بين أداء النصف الأول عن النصف الثاني. فشل ارتفاع مساهمة المنتجات غير التقليدية (٣٦,٣٪) في تعويض انخفاض أسعار المنتجات والطلب عليها (تصفية المخزون الأوروبي) حيث انخفضت مبيعات الربع الرابع عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ١٥٪ إلى ١٧٤ مليون ر.س. قمنا بمراجعة تقديرات مبيعات العام ٢٠١٩ بتخفيضها بنسبة ٢,٤٪ إلى ٨٦٩ مليون ر.س. في نظرنا، ستساعد المرونة في تعديل الصادرات على تعويض ضعف الطلب المحلي.

### من المتوقع عودة هامش إجمالي الربح إلى طبيعته

ساهم تراجع أسعار المواد الأولية خلال العام ٢٠١٨ في اتساع هامش إجمالي الربح إلى ٢٨٪ من ٢٤٪ في العام السابق كنتيجة لمعايير الاستيراد الصينية الأكثر صرامة التي ينتج عنها فائض في العرض. نتوقع عودة الهوامش إلى طبيعتها في نطاق ٢١٪ إلى ٢٥٪، خاصة وأن جهود إعادة التدوير تكتسب المزيد من الاهتمام في المملكة العربية السعودية، حيث أن إنشاء شركات إعادة تدوير بدعم من الحكومة يمكن أن يؤدي إلى منافسة شركة جميع وتدوير المخلفات المحدودة - واسكو في تأمين مصدر عجين الورق.

### أرباح أقل من المتوقع بكثير وإعلان توزيع أرباح بأعلى من المتوقع

تراجع هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء للربع إلى ٢٤٪ من ٢٧٪ في الربع المماثل من العام السابق، وذلك بسبب رسوم المعاملة الوافدة في معظمه. تراجع صافي الربح خلال الربع بنسبة ٥٠٪ عن الربع المماثل من العام السابق إلى ١٢ مليون ر.س. مقارنة بتوقعاتنا لصافي ربح بحدود ٢٨ مليون ر.س. قمنا بتخفيض توقعاتنا لصافي ربح السنة المالية ٢٠١٩ إلى ٨٧ مليون ر.س. (أقل من العام السابق بنسبة ١٢٪) بدلا من توقعات بصافي ربح ٩٥ مليون ر.س. انتهى العام ٢٠١٨ بمديونية ٥٨٨ مليون ر.س. مقابل ٦٧٥ مليون ر.س. مع نهاية العام ٢٠١٧. أعلنت الشركة عن توزيع أرباح نقدية أعلى من المتوقع للنصف الثاني ٢٠١٨ بقيمة ٠,٥ ر.س. للسهم مقارنة بتوقعاتنا لتوزيع ربح بقيمة ٠,٢٥ ر.س.

### تخفيض السعر المستهدف إلى ٢٤ ر.س.، الاستمرار في التوصية "شراء"

بعد مراجعة تقديرات أداء الشركة وصولاً إلى العام ٢٠٢٠، قمنا بتخفيض السعر المستهدف إلى ٢٤ ر.س. بدلا من ٢٩ ر.س. نوه هنا إلى أن تقديراتنا تتضمن تباطؤ في زيادة المبيعات وانخفاض في الهوامش؛ لكن، بسبب عدم إمكانية تقدير الطلب على المنتجات وأسعار بيعها، يمكن أن تحقق الشركة مفاجآت إيجابية. ثانياً، نعتقد أن مبكو ستقوم بالإعلان عن توسعات (كانت متوقعة بحلول نهاية العام ٢٠١٨) بهدف تعزيز وضعها كشركة رائدة إقليمياً - الأمر الذي يحفز حدوث ارتفاع محتمل في سعر السهم. نستمر في التوصية "شراء".

مليون ر.س.	الربع الرابع ٢٠١٨	الربع الرابع ٢٠١٧	الربع الرابع ٢٠١٦	التغير عن العام السابق ٢٠١٨	الربع الثالث ٢٠١٨	التغير عن الربع السابق ٢٠١٨	التغير
المبيعات	١٧٤	٢٠٨	٢٠٥	٩٠,٤٠	٢١٦	١٩,١٠	١٦,٠
إجمالي الربح	٤٥	٥٧	٥٤	١٥,٥٠	٦٥	٣٠,٣٠	٢٠,٠
هامش إجمالي الربح	٢٦,٠	٢٧,٢	٢٦,٢	٢٤,٢	٣٠,٢	٢٩,٧	٢٨,٠
EBITDA	٤١	٥٨	٥٥	٢٤,٢	٥٩	٢٩,٧	٢٨,٠
هامش EBITDA	٢٣,٧	٢٧,٨	٢٦,٦	٢٧,١	٢٧,٢	٢٩,٧	٢٨,٠
الربح التشغيلي	٢٠	٣٥	٣١	٣٧,١	٣٧	٤٦,٦	٤٤,٠
هامش الربح التشغيلي	١١,٣	١٦,٩	١٥,٣	٤٩,٨	١٧,١	٥٩,٣	٥٧,٠
صافي الربح	١٢	٢٨	٢٤	٤٩,٨	٣٠	٥٩,٣	٥٧,٠
هامش صافي الربح	٧,٠	١٣,٦	١١,٩	٤٩,٨	١٤,٠	٥٩,٣	٥٧,٠
ربح السهم (ر.س.)	٠,٢٥	٠,٥٦	٠,٤٩	٤٩,٨	٠,٦٠	٥٩,٣	٥٧,٠

## شراء

### التوصية

## ٢٤ ر.س.

### السعر المستهدف خلال ١٢ شهر

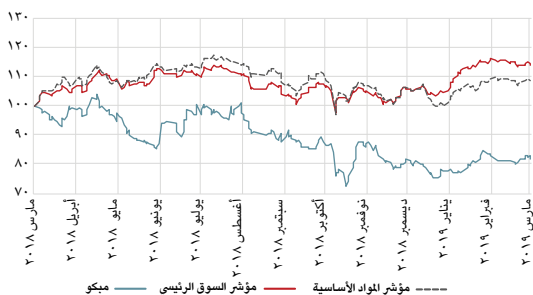
بيانات السهم (ر.س.)	ر.س.	السعر المستهدف خلال ١٢ شهر
آخر إغلاق	٢٠,٩٤	٢٠,٩٤
نسبة التغير إلى السعر الهدف	١٤,٦	١٤,٦
القيمة السوقية	١,٠٤٧	١,٠٤٧
عدد الأسهم القائمة	٥٠	٥٠
السعر الأعلى - الأدنى خلال ٥٢ أسبوع	١٧,٩٤ - ٢٧,١٥	١٧,٩٤ - ٢٧,١٥
تغير السعر منذ بداية العام حتى تاريخه	٤,٨	٤,٨
متوسط قيمة التداول اليومي خلال ٣ شهر	٣٠٠	٣٠٠
EBITDA المتوقع للعام ٢٠١٩	٢٠٣	٢٠٣
رمز السهم (رويتز/بلومبرغ)	MEPC AB	1202.SE

مليون ر.س.	٢٠١٨	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع
الإيرادات	٨٣٤	٨٦٩	٨٦١
هامش إجمالي الربح	٢٨	٢٥	٢٢
الربح التشغيلي	١٢٨	١١٤	٨٨
هامش الربح التشغيلي	١٥	١٣	١٠
صافي الربح	٩٩	٨٧	٦٤
صافي الهامش	١٢	١٠	٧
ربح السهم (ر.س.)	١,٩٩	١,٧٥	١,٢٨
توزيعات الأرباح (ر.س.)	١,٠٠	٠,٧٥	١,٠٠

## المكررات السعرية

٢٠١٨	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع
١٠,٥ مرة	١٢,٠ مرة	١٦,٣ مرة
٧,٦ مرة	٨,١ مرة	٩,٤ مرة
١,٣ مرة	١,٢ مرة	١,٢ مرة
١,٤ مرة	١,٢ مرة	١,٢ مرة

## أداء السهم خلال عام



المصدر: بلومبرغ، تداول، السعودي الفرنسي كابيتال

## عاصم بختيار، CFA

abukhtiar@fransicapital.com.sa

+٩٦٦ ١١ ٢٨٣٦٨٤٤



## إدارة الأبحاث والمشورة

### إطار العمل بالتوصيات

#### شراء

توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

#### احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

#### بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

## السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

[www.sfc.sa](http://www.sfc.sa)

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

## إدارة الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض

[research&advisory@fransicapital.com.sa](mailto:research&advisory@fransicapital.com.sa)



## إخلاء المسؤولية

تم إعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية مرخصة من قبل هيئة السوق المالية لتقديم خدمات المصرفية الاستثمارية، إدارة الأصول، وساطة الأسهم، الأبحاث و خدمات أمين الحفظ. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو الشركات ذات العلاقة بها علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد موثوقيتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، كما لا ينبغي أن يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم إعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة إنتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم تخصيص هذا التقرير ليلتزم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر أو الاحتياجات المرغوبة لأي شخص متلقٍ لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تأخذ أي توصية استثمارية متضمنة في هذا التقرير في اعتبارها كلاً من المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، غير مسؤولة عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما قد ينشأ على أثره. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتقديرات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ إعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من الممكن أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار إلى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات إلى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة إنتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية والتزام بمثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال (شركة مساهمة مغلقة مملوكة للبنك السعودي الفرنسي)

سجل تجاري رقم ١٠١٠٢٣١٢١٧ - رأس المال المدفوع ٥٠٠,٠٠٠,٠٠٠ ر.س. - هيئة السوق المالية ٣٧-١١٥٣

المركز الرئيسي: ٨٠٩٢ طريق الملك فهد - الرياض ٣٧٣٥ - ١٢٣١٣ - المملكة العربية السعودية

العنوان البريدي: صندوق البريد ٢٣٤٥٤ - الرياض ١١٤٢٦

الهاتف: ٢٨٢ ٦٦٦٦ ١١ +٩٦٦ فاكس: ٢٨٢ ٦٦٦٧ ١١ +٩٦٦

www.sfc.sa | ٨٠٠ ١٢٤ ٣٣٣٢